



## ETB 2010: El Socio más esperado del Año

Ticker Bloomberg: (ETB CB Equity)

- **Resultados Financieros:** Resultados mixtos en el 3T09 y estable en el 4T09e.
- **En el Corto Plazo:** Redistribución de ingresos debido al fortalecimiento de rubros tales como Datos e Internet.
- **En el largo plazo:** Requerimiento de un socio estratégico para inyectarle dinamismo a la compañía y mejorar así su rendimiento operacional.
- **Precio de la Acción (14/01/10):** COP 1,170
- **Valor Teórico de la Acción:** COP 1,064
- **Recomendación:** Venta

Como se mencionó en el reporte de iniciación de cobertura, en la actualidad la ETB está en un momento decisivo para su futuro. En los últimos periodos se ha observado un deterioro en sus ingresos, debido principalmente a una redistribución de estos. Los rubros en los que la ETB se había caracterizado por su fortaleza están perdiendo terreno dándole paso a nuevos rubros tales como Datos e Internet, los cuales no alcanzan a compensar la caída de los rubros tradicionales.

Así mismo la ETB se encuentra en un sector que avanza constantemente y es altamente competitivo, es por esto que la compañía requiere un cambio en su estructura de negocio que se adapte a las necesidades de un mercado con mayores niveles de eficiencia, profundizando en la implementación de nuevas tecnologías que logren compensar la pérdida de relevancia y valor de los negocios tradicionales ya maduros.

Teniendo en cuenta estas necesidades y la presión por mantenerse como un competidor importante en el sector, la compañía se ve obligada a buscar un socio estratégico. De esta forma se agregaría valor a la ETB aportándole el conocimiento necesario para mejorar su eficiencia operacional, mejorar sus ingresos convirtiéndose en un jugador competitivo del medio, reduciendo costos y haciendo las inversiones necesarias en su infraestructura.

Se actualizó la valoración de la ETB bajo los dos escenarios posibles: Sin capitalización y con capitalización de un socio estratégico que inyecte dinamismo a la compañía. Adicionalmente se incluyó la reversión de las provisiones conocidas en el segundo semestre del 2009 y el desempeño de los negocios hasta el tercer trimestre de 2009.

En el presente documento, se presentarán las proyecciones financieras en cada uno de los escenarios planteados y sus correspondientes resultados. Si bien la información pública disponible no es suficiente para anticipar el resultado del proceso de capitalización, lo cierto es que los resultados del presente análisis sugieren que el mercado ha venido anticipando que el proceso será exitoso y tendrá lugar dentro del cronograma recientemente actualizado por la ETB.

### Mercado de Capitales Corredores Asociados

T: + (57) (1) 312 3300  
CRA 7 No. 71-52 Torre B Piso 16  
Bogotá - Colombia  
www.corredores.com

Johanna Castro Castro  
Analista Senior Mercado de Capitales  
jcastro@corredores.com  
T: + (57) (1) 312 3300 Ext. 114

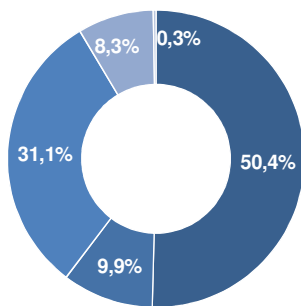
Melissa Mantilla  
Analista Mercado de Capitales  
mmantilla@corredores.com  
T: + (57) (1) 312 3300 Ext. 187

### Descripción de los estados financieros recientes

**Estados de Resultados:** Los resultados reportados por la ETB al cierre del 3T09 tuvieron un comportamiento mixto respecto al 3T08. Los ingresos operacionales de la compañía mostraron un deterioro del 1.6%, lo cual se debió principalmente por la reducción de 1.2% de los ingresos por telefonía (representaron el 91.4% del total de los ingresos operacionales), Por un lado, los rubros Telefonía Local y Larga distancia mostraron un comportamiento negativo, cada uno descendiendo 10.9% y 22.6% respectivamente, por otro lado Datos e internet aumentó 34.5%.

El deterioro de los ingresos se explica principalmente por la recomposición de los ingresos, Telefonía Local y Larga Distancia descendieron, mientras que Datos e Internet ganaron terreno. Sin embargo, el aumento en Datos e Internet no ha compensado las pérdidas por los demás rubros. En el acumulado del 3T08 Datos e Internet representó el 25% de los ingresos por telefonía, porcentaje que pasó a ser 34% en el acumulado del 3T09.

Ingresos operacionales ETB al 3T09



- Local
- Larga Distancia
- Datos e Internet
- Otros Ingresos Por Serv. Telecomun.
- Venta De Bienes

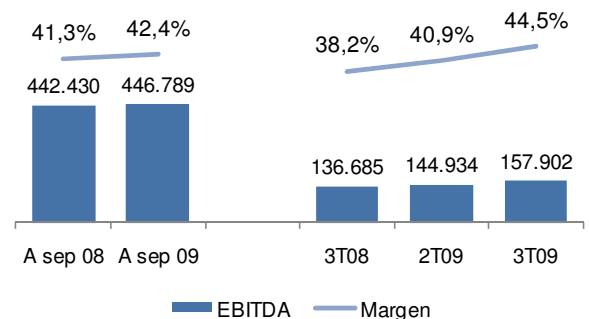
P&G (COP millones)	A sep 08	A sep 09	Crec. (%)
Ingresos	1,070,726	1,053,178	-1.6%
Ingresos Por Telefonía	974,289	962,928	-1.2%
Local	595,617	530,780	-10.9%
Larga Distancia	135,263	104,656	-22.6%
Datos e Internet	243,409	327,492	34.5%
Otros Ingresos Por Serv. Telecomun.	95,836	86,974	-9.2%
Cargos de acceso	27,274	28,580	4.8%
Ingresos Minutos internacionales	43,155	37,245	-13.7%
Directorio, facturación, enlaces y otros	25,407	21,148	-16.8%
Venta De Bienes	602	3,277	444.4%

Fuente: ETB, Cálculos: Corredores Asociados.

Por otro lado, los costos y gastos de la ETB descendieron 1.6%, en el acumulado 3T08, con esta reducción el peso de este rubro sobre los ingresos se mantiene respecto al mismo periodo del año anterior en 82.9%. Dicha reducción en los costos y gastos se dio principalmente por la disminución en las provisiones de 43.3%, en referencia al pronunciamiento por parte del concejo de estado que resolvió anular el laudo Arbitral impuesto por Telefónica Móviles Colombia el cual condenaba a pagar a la ETB un valor que a la fecha sumaba COP\$230 mil millones.

Ingresos operacionales ETB al 3T09

P&G (COP millones)	A sep 08	A sep 09	Crec. (%)
Ingresos	1,070,726	1,053,178	-1.6%
Costos Y Gastos	887,324	872,988	-1.6%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>183,402</b>	<b>180,190</b>	<b>-1.8%</b>
Depreciación	196,885	204,162	3.7%
Amortización	62,143	62,437	0.5%
<b>EBITDA</b>	<b>442,430</b>	<b>446,789</b>	<b>1.0%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>41.3%</b>	<b>42.4%</b>	



Fuente: ETB, Cálculos: Corredores Asociados.

Por su parte, el EBITDA reportado por la compañía aumentó 1.0% pasando de COP 442,430 millones a COP 446,789 millones, lo cual representa un aumento de 1.1% en el margen EBITDA, el cual fue de 42.4% al 3T09.

De otro lado, la utilidad neta aumentó un 82.2% llegando a COP 268,223 millones, lo cual estuvo motivado por el aumento en los ingresos no operacionales, principalmente en el rubro de Recuperaciones, las cuales aumentaron 83.5% llegando a COP 269,476 millones en el 3T09.

**Balance General:** El total de los activos se redujo en un 0.7%, comparando el acumulado al 3T09 con el cierre del 2008. Tanto las inversiones a corto plazo como las inversiones a largo plazo mostraron un descenso de -24% y -29% respectivamente, lo cual se vio compensando por un aumento en las cuentas fondo pasivo pensional (+10.2%) y Diferidos (+10.7%).

Por otro lado, tanto los pasivos a corto plazo como a largo plazo disminuyeron. Los pasivos corrientes disminuyeron 4.2%, esto debido principalmente a la disminución en las obligaciones financieras nacionales de un 72.3%. Este rubro pasó de COP 31,291 millones en diciembre de 2008 a COP 113,167 millones al tercer trimestre del 2009. Los pasivos a largo plazo disminuyeron 6.2%, llegando a COP 1.58 billones, esto debido principalmente a una disminución de 90.9% en las contingencias.

El patrimonio aumentó un 4.1% motivado por el aumento en las reservas y los resultados del ejercicio. Las reservas aumentaron 5.7% respecto al cierre del año 2008, mientras que los resultados del ejercicio aumentaron 31.4%, estos terminaron en COP 268,223 millones al 3T09.

Balance General (COP millones)	A dic 08	A sep 09
Total Activo Corriente	899,989	763,029
Total Activo No Corriente	4,149,440	4,253,061
<b>Total Activo</b>	<b>5,049,429</b>	<b>5,016,090</b>
Total Pasivo Corriente	790,944	757,975
Total Pasivo Largo Plazo	1,686,798	1,581,964
<b>Total Pasivo</b>	<b>2,477,742</b>	<b>2,339,939</b>
<b>Total Capital Y Superavit</b>	<b>2,571,687</b>	<b>2,676,151</b>
<b>Total Pasivo Y Patrimonio</b>	<b>5,049,429</b>	<b>5,016,090</b>

### Actualización de la valoración de la ETB

Se actualizó el ejercicio de valoración de la ETB por dos metodologías: Flujo de Caja Descontado y Múltiplos Comparables. Adicionalmente, a la primera metodología se le aplicaron sensibilidades a la tasa de descuento y al crecimiento a perpetuidad. En el caso de la valoración por múltiplos se incluyó el análisis de múltiplos del mercado y transacciones comparables.

A continuación se describen los ajustes que se le hizo a las proyecciones de acuerdo con los estados resultados publicados por la compañía al 3T09.

**Ingresos operacionales:** Se actualizaron los rubros de los ingresos operacionales ya que la compañía reportó datos a septiembre inferiores a los que se habían proyectado. Estos



cambios se vieron reflejados en su mayoría en ingresos por telefonía local y larga distancia. De esta misma manera se modificaron los ingresos por internet ajustándolos al alza, esto debido a que se ha visto una aceleración en el crecimiento por este concepto.

**Costos y gastos:** En los costos y gastos el cambio más importante estuvo en el rubro de provisiones y recuperaciones, en referencia al pronunciamiento por parte del concejo de estado que resolvió anular el laudo Arbitral impuesto por Telefónica Móviles Colombia el cual condenaba a pagar a la ETB un valor que a la fecha sumaba COP\$230 mil millones. Dicha diferencia se evidencia en los estados financieros reportados por la compañía.

**Capitalización:** Dado que la consecución de un socio estratégico se suspendió durante 52 días, por cuenta de una decisión que había tomado el Juzgado 38 Administrativo de Bogotá, la entrada del socio estratégico a la ETB se incluyó para el año 2010 en el modelo de proyecciones. A continuación se encuentra el nuevo cronograma del proceso con el detalle de las actividades a realizar:

Precalificacion	Fecha Anterior	Estimada
Aviso del inicio del proceso	07-Jul-09	01-Sep-09
Fecha límite de entrega de Documentos	24-Sep-09	19-Nov-09
Apertura etapa debida diligencia	08-Jul-09	02-Sep-09
Finalizacion de etapa debida diligencia	04-Dic-09	29-Ene-10
<b>Presentación de Ofertas</b>		
Entrega de sobres	10 días antes de audiencia	05-Feb-10
Fecha de la Audiencia	21-Dic-09	15-Feb-10
<b>Etapas de Cierre</b>		
Reunion de la Asamblea de Accionistas	19-Ene-10	16-Mar-10
Suscripción del acuerdo de accionistas	20-Ene-10	17-Mar-10
Fecha de Cierre	09-Jun-10	04-Ago-10

**CAPEX:** Actualizamos la información reportada por la compañía por lo que redujimos el CAPEX para que estuvieran en línea con el CAPEX presupuestado y ejecutado en el 2009 el cual asciende a COP\$ 357 mil millones, COP\$120 mil millones menos. Este ajuste modifica la estimación de CAPEX en el horizonte de proyección fijándose como el 25% de los ingresos de la compañía.

**Capital de Trabajo:** En los activos y pasivos corrientes hicimos algunos ajustes en las rotaciones, de acuerdo con los datos reportados por la compañía.

**WACC:** En términos generales el WACC disminuyó, debido a cambios en la tasa libre de riesgo, el riesgo país y el riesgo de mercado, este pasó de 11.9% a 11.7% en promedio del horizonte de valoración.

### **Escenario Base:**

En esta medida la ETB tendrá que continuar con las limitaciones que le impiden obtener eficiencia en costos al mismo tiempo que mantener el pago de dividendos actual. A continuación se detalla el flujo de caja de acuerdo a los supuestos establecidos anteriormente:



FLUJO DE CAJA	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018
<b>Cop\$ MM Corr</b>										
<b>EBIT</b>	249,649	345,731	359,091	411,900	408,057	423,045	500,667	666,114	693,716	726,188
+ Depreciación	273,117	304,004	347,463	392,593	439,505	484,746	449,041	328,920	372,247	414,725
+ Amortización	87,444	87,444	80,934	20,325	20,325	-	-	-	-	-
+ Provisiones	99,189	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593
<b>EBITDA</b>	<b>709,399</b>	<b>764,772</b>	<b>815,082</b>	<b>852,411</b>	<b>895,480</b>	<b>935,383</b>	<b>977,301</b>	<b>1,022,627</b>	<b>1,093,556</b>	<b>1,168,506</b>
- Cambios en Capital de Trabajo	12,605	(33,926)	(19,570)	(20,868)	(22,948)	(22,345)	(23,326)	(25,047)	(34,485)	(36,196)
- Inversión en Activos Fijos	(357,703)	(372,027)	(384,589)	(399,856)	(416,801)	(433,158)	(450,255)	(374,441)	(394,370)	(415,345)
- Impuesto de Renta para	(176,231)	21,911	(123,401)	(3,802)	(25,461)	(25,290)	(25,758)	(25,269)	(25,166)	(25,539)
<b>Flujo de Caja Libre (Operacional)</b>	<b>188,069</b>	<b>380,730</b>	<b>287,523</b>	<b>427,886</b>	<b>430,271</b>	<b>454,590</b>	<b>477,961</b>	<b>597,869</b>	<b>639,536</b>	<b>691,426</b>
-Cambios en NO Corrientes	3,035	-	70,156	70,156	70,156	-	-	-	-	-
+Fondeo del Pasivo Pensional	(104,804)	(99,628)	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Ingresos No Operacionales	343,947	16,731	45,408	49,573	40,780	33,053	25,368	26,378	27,790	29,276
- Gastos No Operacionales	(163,688)	(170,563)	(177,386)	(184,481)	(191,860)	(199,535)	(207,516)	(215,817)	(224,450)	(233,428)
<b>Flujo de Caja</b>	<b>266,558</b>	<b>127,270</b>	<b>225,701</b>	<b>363,134</b>	<b>349,347</b>	<b>288,108</b>	<b>295,813</b>	<b>408,430</b>	<b>442,876</b>	<b>487,274</b>

La tasa libre de riesgo aplicada fue de 3.49%, una prima por riesgo de 5.65%, un beta apalancado de 1.20 y 1.95% de riesgo país. En el Escenario Base el WACC promedio del horizonte de valoración es de 11.7%, este a su vez asume un costo promedio del capital de 13.7% y un costo promedio de la deuda de 5.6% bajo diferentes estructuras de apalancamiento de acuerdo al escenario.

Teniendo en cuenta lo anterior, en el Escenario Base el valor de la compañía por FCD es de **COP 873 por acción**.

Tasa de Descuento	Crecimiento a Perpetuidad				
	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
-1.0%	904	926	950	976	1,005
-0.5%	869	889	910	934	960
0.0%	836	854	873	895	918
0.5%	804	821	839	858	880
1.0%	775	790	807	825	844

### Escenario con Socio Estratégico:

Teniendo en cuenta las potenciales sinergias mencionadas en nuestro reporte de iniciación de cobertura, el flujo de caja bajo el escenario con socio estratégico se ajusta como se muestra en la siguiente tabla.

FLUJO DE CAJA	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018
<b>Cop\$ MM</b>										
<b>EBIT</b>	249,649	345,731	408,238	527,976	600,093	657,560	775,726	979,681	1,028,005	1,082,367
+ Depreciaciones	273,117	304,004	343,559	383,544	424,020	463,675	423,082	301,793	341,918	380,921
+ Amortizaciones	87,444	87,444	80,934	20,325	20,325	-	-	-	-	-
+ Provisiones	99,189	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593
<b>EBITDA</b>	<b>709,399</b>	<b>764,772</b>	<b>860,325</b>	<b>959,438</b>	<b>1,072,031</b>	<b>1,148,828</b>	<b>1,226,401</b>	<b>1,309,067</b>	<b>1,397,516</b>	<b>1,490,881</b>
- Cambios en el Capital de Trabajo	3,771	(11,153)	(48,132)	(40,942)	(45,587)	(35,170)	(35,669)	(37,811)	(40,270)	(42,274)
- Inversión en activos fijos	(357,703)	(372,027)	(316,804)	(341,655)	(369,517)	(390,292)	(411,401)	(390,258)	(342,754)	(361,211)
- Impuestos	(176,231)	21,911	(123,857)	(3,978)	(63,330)	(65,341)	(58,952)	(98,792)	(166,192)	(252,877)
<b>Flujo de Caja Libre (Operacional)</b>	<b>179,235</b>	<b>403,504</b>	<b>371,532</b>	<b>572,864</b>	<b>593,597</b>	<b>658,026</b>	<b>720,381</b>	<b>782,206</b>	<b>848,300</b>	<b>834,519</b>
-Cambios en otros activos no corrie	3,035	-	70,156	70,156	70,156	-	-	-	-	-
+Fondeo del Pasivo Pensional	(104,804)	(99,628)	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Ingresos No Operacionales	343,947	16,731	46,061	51,129	43,358	36,175	29,016	30,592	32,251	33,997
- Gastos No Operacionales	(163,688)	(170,563)	(177,386)	(184,481)	(191,860)	(199,535)	(207,516)	(215,817)	(224,450)	(233,428)
+ Capitalización	-	2,854,297	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Flujo de Caja para el Accionista</b>	<b>257,724</b>	<b>3,004,341</b>	<b>310,364</b>	<b>509,668</b>	<b>515,251</b>	<b>494,666</b>	<b>541,880</b>	<b>596,981</b>	<b>656,101</b>	<b>635,088</b>



Uno de los principales cambios frente al ejercicio de valoración inicial es el pago del dividendo extraordinario que se estima se decreta en la asamblea ordinaria de Marzo próximo, justo antes de que entre en vigencia el acuerdo de accionistas y entre a operar el Socio estratégico.

El WACC promedio del horizonte de valoración es de 12.0%, aclarando que en ninguno de los dos escenarios planteados se incluye una optimización financiera de la compañía. Este escenario arroja un valor de **COP 1,099** por acción, 25.8% superior al escenario base. De nuevo, la sensibilidad sobre la tasa de descuento en este escenario se muestra a continuación:

Tasa de Descuento	Crecimiento a Perpetuidad				
	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
-1.0%	1,159	1,183	1,210	1,240	1,272
-0.5%	1,106	1,128	1,152	1,178	1,207
0.0%	1,057	1,077	1,099	1,122	1,147
0.5%	1,012	1,030	1,049	1,070	1,093
1.0%	970	986	1,004	1,022	1,043

### Múltiplos Comparables

Para la valoración por múltiplos de mercado se tomaron como referencia empresas comparables en Latinoamérica y para la valoración por transacciones comparables se tomaron las más recientes operaciones de venta de compañías similares a ETB.

Nombre	País	EV/EBITDA	P/E
Vivo Participacoes	Brasil	N.D.	13.45
Tele Norte Participacoes	Brasil	N.D.	17.75
Telesp	Brasil	N.D.	10.10
Telemar	Brasil	4.06	12.14
Entel	Chile	5.11	10.91
Axtel	Mexico		
<b>Promedio</b>		<b>4.59</b>	<b>12.87</b>
<b>ETB sin socio</b>		<b>6.19</b>	<b>249.59</b>
<b>ETB con socio</b>		<b>5.79</b>	<b>137.97</b>

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corredores Asociados.

Con la información de múltiplos comparables, se concluyó que el múltiplo EV/EBITDA en los dos escenarios se encuentra actualmente por encima de sus comparables internacionales. Por su parte el múltiplo P/E no lo tomaremos en cuenta debido a la distorsión que se genera debido a que la utilidad neta proyectada para el año 2010 se encuentra en niveles bajos.

Adicionalmente si se toman las últimas transacciones comparables en el mercado de telecomunicaciones, ETB también se encuentra por encima del múltiplo EV/EBITDA y EV/Ventas.



Fecha	Empresa	Comprador	Región	EV/Ventas	EV/EBITDA
Dic-09	Moscow City Telephone Network	COMSTAR - United TeleSystems	Europe	1.52	3.43
Sep-09	Invitel Holdings A/S	Mid Europa Partners LLP	Europe	2.35	5.73
Ago-09	Teo LT, AB	Amber Teleholding A/S	Europe	1.46	3.64
Ago-09	Eesti Telekom AS	TeliaSonera AB	Europe	2.20	5.88
Jun-09	Pilipino Telephone Corp.	Smart Communications, Inc.	Asia / Pacific	4.82	5.27
May-09	Joint-Stock Central Telecom	-	Europe	1.48	2.92
May-09	Palestine Telecommunications	Mobile Telecom Company KSC	Africa / ME	2.37	5.09
Oct-08	BigAir Group Limited	Clever Communications Australia	Asia / Pacific	1.17	3.93
Sep-08	Bezeq Israel Telecommunication	Apax Partners Worldwide LLP	Africa / ME	2.34	6.36
Ago-08	COMSTAR - United TeleSystems	MGTS Finance S.A.	Europe	1.96	4.76
Jun-08	Indosat Tbk PT	Qatar Telecom	Asia / Pacific	2.62	5.38
May-08	Vodacom Group Limited	Vodafone Group plc	Africa / ME	1.75	6.01
Mar-08	Hellenic Telecommunications	Deutsche Telekom AG	Europe	1.67	4.71
Mar-08	Sri Lanka Telecom PLC	Usaha Tegas Sdn. Bhd.	Asia / Pacific	1.80	4.96
Feb-08	PT Excelcomindo Pratama Tbk.	Axiata Group Berhad	Asia / Pacific	2.86	6.77
<b>Promedio transacciones comparables</b>				<b>2.16</b>	<b>4.99</b>
<b>Mediana transacciones comparables</b>				<b>1.96</b>	<b>5.09</b>
ETB sin socio				3.18	6.19
ETB con socio				2.98	5.79

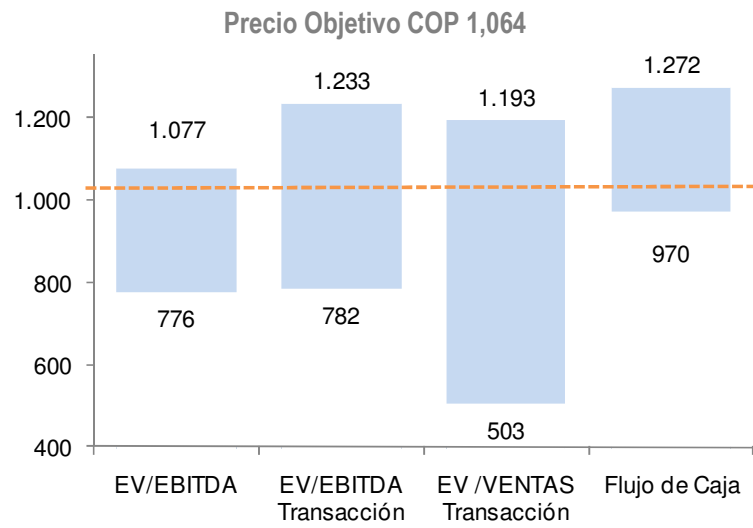
Fuente: Capital IQ

### Consideraciones finales

Como se pudo observar los dos escenarios de valoración arrojan diferentes valores dependiendo de la entrada de un socio estratégico en el presente año. Sin embargo, bajo la situación actual de la compañía, se concluye que el escenario de consecución de un socio estratégico es muy probable en las condiciones hasta ahora públicas. Por esta razón la determinación del precio objetivo se calculó de la siguiente manera: ponderación al 80% el precio obtenido por la metodología de FCD y 20% el múltiplo proyectado EV/EBITDA.

Metodología	Ponderación	Con socio	Sin socio
EV/EBITDA	20%	\$ 926	\$ 868
FCL	80%	\$ 1,099	\$ 873
<b>Precio Final</b>		<b>\$ 1,064</b>	<b>\$ 872</b>

Solo a modo informativo se estimó el precio para el escenario base: **COP 872 por acción**, 22.0% inferior al Precio Objetivo con Socio Estratégico **COP 1,064 por acción**.





## Departamento de Investigaciones Corredores Asociados

### *Análisis macroeconómico y de mercados*

Julián Cárdenas  
Analista Senior  
jcardenas@corredores.com  
Teléfono: +(571) 312 3300 Ext. 173

Francisco Chaves  
Estrategias Renta Fija  
fchaves@corredores.com  
Teléfono: + (571) 312 3300 Ext. 220

### *Mercado de capitales*

Johanna Castro  
Analista Senior de mercado de capitales  
jcastro@corredores.com  
Teléfono: +(571) 312 3300 Ext. 114

Melissa Mantilla  
Analista de mercado de capitales  
mmantilla@corredores.com  
Teléfono: +(571) 312 3300 Ext. 187

### **Corredores Asociados**

CRA 7 No. 71-52 Torre B Piso 16  
Bogotá - Colombia  
www.corredores.com